信用等级公告

联合[2018] 1850 号

联合资信评估有限公司通过对常德市金禹水利投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持常德市金禹水利投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 金禹水投 MTN001”和“17 金禹水投 MTN002”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

常德市金禹水利投资有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17金禹水投MTN001	10.00亿元	2022/08/07	AA	AA
17金禹水投MTN002	10.00亿元	2022/11/03	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018年7月23日

财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	2018年3月
现金类资产(亿元)	53.23	90.81	90.57	46.78
资产总额(亿元)	204.02	244.32	311.70	311.90
所有者权益(亿元)	96.19	98.12	134.73	134.66
短期债务(亿元)	0.00	5.33	14.90	13.71
长期债务(亿元)	47.62	44.71	64.77	64.23
全部债务(亿元)	47.62	50.04	79.67	77.94
营业收入(亿元)	11.66	10.50	12.52	0.89
利润总额(亿元)	2.51	2.29	1.71	-0.07
EBITDA(亿元)	4.77	4.42	4.67	--
经营性净现金流(亿元)	8.23	1.08	0.59	-1.25
应收类款项/资产总额(%)	33.33	29.58	34.72	48.59
营业利润率(%)	21.61	21.99	13.55	-6.77
净资产收益率(%)	2.24	1.97	1.20	--
资产负债率(%)	52.85	59.84	56.78	56.83
全部债务资本化比率(%)	33.11	33.77	37.16	36.66
流动比率(%)	9760.94	1515.10	1311.02	1015.86
经营现金流动负债比(%)	520.65	8.29	3.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.99	11.33	17.04	--

注：2018年1季度财务数据未经审计。

分析师

张龙景　宋金玲

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

常德市金禹水利投资有限公司（以下简称“公司”）是常德市水利和基础设施建设及投融资主体。跟踪期内，常德市经济稳步发展，公司持续获得资产注入等外部支持，公司权益规模大幅增长。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司实际债务规模快速增长、自身盈利能力弱和关联方占款规模大等因素给公司带来的不利影响。作为常德市水利和基础设施建设及投融资主体，未来随着常德市基础设施建设的继续开展，公司经营前景良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“17金禹水投MTN001”和“17金禹水投MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是常德市水利工程项目建设、基础设施建设及投融资主体，其在常德市内具有一定的专营地位。
2. 跟踪期内，公司获得股东在资产注入等方面的大力支持。

关注

1. 跟踪期内，公司应收类款项快速增长且规模大，其中关联方占款规模大，对公司资金形成较大占用。
2. 公司有息债务规模进一步扩大，债务负担偏重。
3. 公司盈利能力弱，回款差。
4. 公司对外担保规模大且单一客户集中度高，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由常德市金禹水利投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

常德市金禹水利投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于常德市金禹水利投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，均为常德市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“常德市国资委”）。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为1.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2018年3月底，公司内设财务部、综合部、征拆部、投资部和工程部5个职能部门；公司无并表子公司。截至2018年3月底，公司员工总数33人。

截至2017年底，公司资产总额311.70亿元，所有者权益134.73亿元；2017年，公司实现营业收入12.52亿元，利润总额1.71亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额311.90亿元，所有者权益134.66亿元；2018年1~3月，公司实现营业收入0.89亿元，利润总额-0.07亿元。

公司注册地址：湖南省常德市武陵区穿紫河街道办事处晓岛社区柳叶大道2533号；公司法定代表人：刘润年。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评“17金禹水投MTN001”和“17金禹水投MTN002”尚需偿还债券余额合计20.00亿元。“17金禹水投MTN001”和“17金禹水投MTN002”募集资金分别按规定用途偿还金融机构借款3.71亿元和1.25亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17金禹水投MTN001	10.00	10.00	2017/08/07	5
17金禹水投MTN002	10.00	10.00	2017/11/03	5
合计	**20.00**	**20.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关

于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应

	财金【2018】23 号	在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

目前公司经营与投资的项目均在常德市。公司的经营范围及投资方向直接受地区经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

常德市经济持续增长，工业生产及固定资产投资保持增长趋势，为公司创造了良好的外部环境。

根据《2017 年常德市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2017 年全市实现地区生产总值 3238.1 亿元，比上年增长 8.4%；其中，第一产业增加值 395.5 亿元，增长 3.7%，对经济增长的贡献率为 5.5%；第二产业增加值 1292.5 亿元，增长 5.7%，对经济增长的贡献率为 30.1%；第三产业增加值 1550.1 亿元，增长 12.6%，对经济增长的贡献率为 64.4%。全市人均地区生产总值达到 55404 元。

2017 年，常德市全市完成固定资产投资 2296.0 亿元，比上年增长 14.4%。按经济类型分，国有投资 772.7 亿元，增长 19.7%；非国有投资 1523.3 亿元，增长 11.9%。按产业分，第一产业投资 61.9 亿元，增长 14.8%；第二产业投资 934.3 亿元，增长 5.4%；第三产业投资 1299.8 亿元，增长 21.9%。

2017 年，常德市全年开工各类水利工程 3.3 万处，新增和恢复农田灌溉面积 0.8 万公顷，新增节水灌溉面积 0.31 万公顷。城市污水集中处理率达 97%，城市人均公园绿地面积 13.65 平方米。

2017 年，常德市全年完成工业增加值 1147.3 亿元，比上年增长 5.8%。其中，规模以上工业增加值增长 6.8%。规模以上工业新产品产值 129.5 亿元，增长 20.8%。省级以上园区规模以上工业增加值增长 6.7%，占规模以上工业比重为 86.7%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为常德市国资委。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 1.00 亿元，未发生变化。

2. 外部支持

公司作为常德市水利和基础设施建设主体，主要承担常德市市级防洪圈（含德山防洪

大堤）、市城区水利设施建设和水利建设形成的新增用地的开发。

跟踪期内，常德市一般预算收入持续增长，财政实力较强，当地政府继续给予公司资产注入等方面支持。

根据《常德市 2017 年经济和社会发展统计公报》，2017 年，常德市地方财政收入 163.5 亿元，增长 7.1%，其中税收收入 101 亿元，增长 12.7%，非税收入 62.5 亿元，下降 7.5%。一般公共预算支出 490.5 亿元，增长 5.9%，其中社会保障和就业、教育、农林水事务、医疗卫生和城乡社区事务支出合计 305.6 亿元，财政自给率为 33.33%，财政自给能力差。

2017 年 2 月，根据《常德市人民政府国有资产监督管理委员会关于注入新安北路给排水管网等水务资产的通知》（常国资办函【2017】2 号），常德市国资委将新安北路给排水管网等水务资产注入公司，注入资产评估价值 35.00 亿元（湘里评字【2017】第 036 号）。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1043070100101070B），截至 2018 年 6 月 20 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月底，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管、法人治理结构和公司管理体制无重大变化，各项制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入快速增长，收入构成未发生明显变化，其中 2017 年注入的水务资产未收到常德市财政局支付使用费的相关文件因此未产生收入。

2017 年，公司营业收入构成未发生明显变化，主要由市政建设项目收入以及排水设施使用费（管网）收入构成，分别占比 71.53%和 23.42%。2017 年，公司实现营业收入 12.52 亿元，同比增长 19.18%，其中市政建设项目实现收入占比 71.53%，较上年有所增长。其他业务板块方面（除市政建设项目及新安北路给排水管网板块外），公司依据常德市财政局出具的相关费用支付文件确认收入。

2017 年，公司综合毛利率为 13.91%，同比大幅下降主要系毛利率较低的市政建设项目收入占比上升，以及当年新注入的新安北路给排水管网由于未收到常德市财政局支付相关使用费文件因此该项业务只结转 0.83 亿元成本未确认收入。其中，市政建设项目毛利率仍为 12.71%；根据公司与常德市财政局签署的相关协议，其他业务的毛利率无明显变动。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.89 亿元，营业毛利率为-6.40%。收入主要来源于排污费和排水设施使用费，分别占比 10.90%和 82.29%；营业毛利率较 2017 年大幅下降，主要系排水设施使用费（管网）业务毛利率为负所致。

表 3　2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司业务开展情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政建设项目	69035.50	65.73	12.71	89537.91	71.53	12.71	0.00	0.00	0.00
排污费（管网）	3922.33	3.73	100.00	3883.50	3.10	100.00	970.87	10.90	100.00
排水设施使用费（管网）	29613.59	28.20	32.07	29320.39	23.42	31.39	7330.10	82.29	-25.31
电排站	617.77	0.59	31.94	611.65	0.49	31.26	152.91	1.72	31.26

防洪墙养护费	1103.15	1.05	31.78	1092.23	0.87	31.10	273.06	3.07	31.10.
经济林养护费	730.53	0.70	100.00	723.30	0.58	100.00	180.83	2.03	100.00
新安北路给排水管网	--	--	--	0.00	0.00	--	--	--	--
合计	**105022.87**	**100.00**	**22.35**	**125168.97**	**100.00**	**13.91**	8907.77	**100.00**	**-6.41**

注：合计数与各项之和不一致系四舍五入所致；2017 年新安北路给排水管网结转 0.83 亿元成本未产生收入。
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司市政建设项目业务收入快速增长；收入规模受项目建设进度影响，未来可能存在一定波动。

公司水利工程及配套设施建设的经营模式未发生变化：项目建设前期，公司与常德市财政局签署了《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》，公司通过自有资金以及外部融资进行项目建设。项目开始建设后，公司将所筹集资金投入到水利项目及配套设施建设中。项目开发成本计入存货科目，依据《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》，由市政府一次性回购，资金分期支付，公司用回购款偿还前期筹措的银行、信托等贷款。

回购基数为项目总成本和投资收益。投资收益为项目总成本的 18.00%。根据工程建设进度，市政府于每年年底与公司确认建设成本再根据回购协议规定的投资收益确认收入。截至 2018 年 3 月底，马家吉项目、紫缘路北延、三闾路、武陵监狱、万金路、经四路以及古田路主体部分均已完工，均未进行决算。

2017 年，公司水利工程及配套设施建设业务实现营业收入 8.95 亿元，同比增长 29.70%，主要系每年工程建设投入差异所致，毛利率为 12.71%，与上年持平。2017 年，公司未收到当年收入回款，回款情况差。2018 年 1~3 月，该板块尚未确认收入。

表 4　2015~2017 年公司市政建设业务收入情况

（单位：万元）

项目名称	计划总投资额	2015 年	2016 年	2017 年	建设进度
马家吉项目	76721.93	50386.67	38896.90	4264.77	主体已完工
紫缘路北延	73428.17	20026.14	4687.98	8840.62	主体已完工
三闾路	34246.57	15427.9	8004.55	6077.71	主体已完工
武陵监狱	44692.09	1888.00	--	31278.54	主体已完工
万金路	3915.00	1492.85	--	--	主体已完工
经四路	2178.00	671.26	--	--	主体已完工
古田路	18534.00	--	17446.07	8425.88	主体已完工
青年路东延线	33399.00	--	--	17427.53	--
红旗路	32972.00	--	--	13222.86	--
合计	**320086.76**	**89892.82**	**69035.50**	**89537.91**	--

注：根据公司与常德市经为资产经营有限公司于 2015 年 6 月签订的《项目回购协议书》，2015 年起，公司武陵监狱、万金路和经四路等项目的回购方变更为常德市经为资产经营有限公司；
资料来源：历年《政府回购项目进度成本确认通知单》及公司提供

其他业务板块方面，公司依据常德市财政局出具的相关费用支付文件确认收入及结转成本，因此跟踪期内收入及毛利率变动不大。

（1）排水设施使用费（管网）

根据常财函[2010]254 号文以及常德市财政局出具的《关于支付地下管网使用费的通知》，常德市财政局对使用公司排污设施支付水务资产使用费，年支付金额合计 3.02 亿元，此为含税收入。2017 年，常德市国资委将新安北路给排水管网等水务资产注入公司，截至目前公司尚未取得上述水务资产使用费支付通知，因此 2017 年以及 2018 年 1~3 月只结转新安北路给排水管网成本未确认收入，2017 年审计报告将该业务单列为新安北路给排水管网板块，未计入排水设施使用费业务板块。

2017 年，该板块实现收入 2.93 亿元（为不含税收入），毛利率为 31.39%，较上年变化不大。2018 年 1~3 月，该板块确认收入 0.73 亿元，毛利率为-25.31%，主要系季报将新安北路排水管网成本计入该业务板块，导致毛利率大幅下降。

（2）排污设施运营业务

根据常财函[2010]255 号文，常德市财政局对公司排污设施按年排污总量支付费用。地下管网污水排放总量为管网区域内自来水公司确认的自来水用水量计算，污水排放总量以 5000 万吨为基数结算，每年支付 4000.00 万元。

2017 年，该板块实现收入 0.39 亿元，较上年变化不大；2018 年 1~3 月，该板块确认收入 0.10 亿元。该板块毛利率为 100.00%。

（3）防洪墙养护费

根据常财函[2010]257 号文，自 2010 年起常德市财政局对公司维护的河洑闸至马家吉防洪墙支付维护和管理费，支付金额为防洪墙年折旧额（约 750 万元）的 1.5 倍，即 1125 万元/年。

2017 年，该板块实现收入 0.11 亿元，毛利率为 31.10%，较上年变化不大；2018 年 1~3 月，该板块确认收入 273.06 万元，毛利率为 31.10%。

（4）经济林养护费

常德市国资委注入公司金禹湿地经济林（常国资产权通字[2010]6 号）。为维护本地林场资源的稳定，自 2011 年起，根据常财函[2011]10 号文，常德市财政局按 1000 元/亩，即 745 万元/年的金额支付公司金禹湿地公园经济林养护费。公司每年确认收入，在应收账款科目体现。

2017 年，该板块实现收入 723.30 万元，较上年变化不大；2018 年 1~3 月，该板块确认收入 180.83 万元。该板块毛利率为 100.00%。

依据常财函件【2010】254 号、255 号、256 号和 257 号文及常财函【2011】10 号文件通知（以下统称“相关费用支付文件”），截至 2014 年底，常德市财政局应向公司支付水务资产使用费、排污排水费、电排站维护费、防洪墙维护费以及经济林养护费共计 10.85 亿元；同时，根据《常德市城市基础设施建设项目政府回购协议书》的约定，截至 2014 年底，公司应收常德市财政局项目建设回购款 8.03 亿元（紫缘路桥、沾天湖南岸堤防整治等项目）。针对上述两笔款项合计 18.88 亿元，常德市财政局于 2015 年 6 月出具《常德市财政局关于支付几项设施使用费的说明》（以下简称“回款安排”），计划于 2015~2018 年每年分别支付公司 6.00 亿元、4.00 亿元、4.00 亿元和 4.88 亿元。2015 年，公司收到回款 6.00 亿元，其中 5.00 亿元用以冲抵公司应收账款；2017 年公司收到回款 4.00 亿元；2016 年以及 2018 年 1~3 月，公司未收到相关回款。此外，截至 2018 年 3 月底，公司应收常德市财政局账款 48.73 亿元，较 2014 年底新增 29.85 亿元，针对新增回款尚无具体回款安排，回款情况差。

跟踪期内，公司在建项目以市政项目为主，部分项目处于前期准备阶段，尚无计划总投资额，未来公司收入存在一定不确定性。

根据公司的发展规划，公司将继续投资于市政项目建设。截至目前，公司主要在建项目包括湖南省武陵监狱迁建工程、青年路东延线和红旗路工程等，资金来源均为 30%自筹和 70%外部融资。其中，三闾南路工程由于拆迁费用增加以及新增三闾路项目导致已投资额大于项目计划总投资额；吉田路和马家吉隔堤后续工程由于新增道路配套设施及周边绿化相关工程投入导致已投资额大于项目计划总投资额。截至 2018 年 3 月底，上述项目总投资额 22.90 亿元，已完成投资 15.23 亿元。截至 2018 年 3 月底，白鹤山二期项目、皇木关雨水泵站初期雨水处理设施项目、白鹤小镇项目以及全民健身中心项目目前均处于前期准备阶段，上述项目计划总投资额暂未确定。总体看，公司未来将面临一定的资金压力。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	项目计划总投资	已投资	未来投资需求
青年路东延线	3.34	1.54	1.80
湖南省武陵监狱迁建工程	4.47	3.39	1.08
三闾南路工程	2.44	4.37	0.80

古田路工程	1.85	2.32	0.10
红旗路工程	2.97	1.43	1.54
马家吉隔堤后续工程	0.93	1.56	0.50
人民路东延	2.17	0.57	1.60
武陵监狱应急备勤储备工作站工程	0.12	0.05	0.07
太阳大道	4.61	0.00	4.61
合计	**22.90**	**15.23**	**12.10**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2017年度财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2018年1~3月财务数据未经审计。

1．资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产构成以流动资产为主。应收类款项对公司资金占用大，存货抵押比例高，公司整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 311.70 亿元，同比增长 27.58%，主要来源于其他应收款和固定资产的增加。公司资产以流动资产为主。

表6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	90.81	37.17	90.57	29.06	46.78	15.00
应收账款	35.32	14.46	44.21	14.18	49.13	15.75
其他应收款	36.95	15.12	64.00	20.53	102.42	32.84
存货	33.61	13.76	33.29	10.68	34.87	11.18
流动资产	**196.76**	**80.53**	**232.10**	**74.46**	**233.25**	**74.78**
固定资产	37.37	15.30	69.41	22.27	68.46	21.95
生产性生物资产	10.13	4.15	10.13	3.25	10.13	3.25
非流动资产	**47.56**	**19.47**	**79.60**	**25.54**	**78.66**	**25.22**
资产总额	**244.32**	**100.00**	**311.70**	**100.00**	**311.90**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2017年底，公司流动资产232.10亿元，同比增长17.96%。公司货币资金90.57亿元，同比下降0.27%，货币资金中无受限资金。公司应收账款44.21亿元，同比增长25.18%，主要系项目进度加快，但项目建设回款严重滞后所致，其中应收常德市财政局收入款43.81亿元，剩余部分为应收常德市经为资产经营有限公司收入款，公司未计提坏账准备。公司其他应收款64.00亿元，同比增长73.19%，主要系与常德市经济建设投资集团有限公司（以下简称“经建投公司”）往来款大幅增加所致，应收经建投公司款项占84.13%，集中度高；公司应收类款项占资产总额的34.72%，对资金形成较大占用。公司存货33.29亿元，同比下降0.96%，主要系部分项目结转成本所致，其中开发项目土地成本31.83亿元，均为常德市国资委划入公司的土地等国有资产，剩余部分为工程建设项目施工成本，公司未计提减值准备，公司拥有权证土地1277.25亩（账面价值31.83亿元），已全部抵押。

2017年底，公司非流动资产79.60亿元，同比增长67.38%。公司固定资产69.41亿元，同比增长85.72%，主要系常德市国资委注入公司水务资产（评估价值35.00亿元）所致，固定资产累计计提折旧11.14亿元；公司生产性生物资产10.13亿元，相较上年底未发生变化，目前公司生产性生物资产仍处于养护阶段，尚未开始产生收益，相关摊销未予计提。2017年底，公司

应收类款项占资产总额的34.72%，2018年3月底上升至48.59%，应收类款项对公司资金占用大。

2018 年 3 月底，公司资产总额 311.90 亿元，较上年底增长 0.06%。公司货币资金 46.78 亿元，较上年底下降 48.35%，主要系与经建投往来款支出增加所致，相应其他应收款大幅增长至 102.42 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好，但由于占比较大的资本公积对应的资产盈利性偏弱，公司权益质量一般。公司负债规模快速增长，且融资成本相对偏高的信托和融资租赁产品占比高；公司债务规模较大，总体债务负担较重。

2017年底，公司所有者权益134.73亿元，同比增长37.31%，主要来自资本公积的增加。公司资本公积122.51亿元，同比增长39.99%，系常德市国资委将新安北路给排水管网等水务资产（评估价值35.00亿元）注入公司所致。

2018年3月底，公司所有者权益134.66亿元，较上年底下降0.06%，主要系未分配利润小幅下降所致。

2017年底，公司负债合计176.97亿元，同比增长21.05%，主要系一年内到期的非流动负债、应付债券和长期应付款增加所致。负债结构以非流动负债为主。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	5.00	3.42	1.43	0.81	7.18	4.05
一年内到期的非流动负债	5.33	3.65	14.90	8.42	13.71	7.74
流动负债	**12.99**	**8.88**	**17.70**	**10.00**	**22.96**	**12.95**
长期借款	29.32	20.06	25.45	14.38	24.86	14.03
应付债券	15.39	10.53	39.32	22.22	39.37	22.21
长期应付款	88.50	60.54	94.50	53.40	90.05	50.81
非流动负债	**133.21**	**91.12**	**159.27**	**90.00**	**154.28**	**87.05**
负债总额	**146.19**	**100.00**	**176.97**	**100.00**	**177.24**	**100.00**
实收资本	1.00	1.02	1.00	0.74	1.00	0.74
资本公积	87.51	89.19	122.51	90.93	122.51	90.98
未分配利润	8.65	8.82	10.10	7.50	10.03	7.45
所有者权益合计	**98.12**	**100.00**	**134.73**	**100.00**	**134.66**	**100.00**

注：各项之和与合计数不一致系四舍五入所致。
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2017年底，公司流动负债17.70亿元，同比增长36.32%。公司其他应付款1.43亿元，同比下降71.33%，主要为与经建投公司的往来款；公司一年内到期的非流动负债14.90亿元，其中一年内到期的应付债券0.99亿元、一年内到期的长期应付款12.92亿元、一年内到期的长期借款0.99亿元。2017年底，公司非流动负债159.27亿元，同比增长19.56%。公司长期借款25.45亿元，同比下降13.20%，以抵押借款为主；公司应付债券39.32亿元，同比增长155.50%，主要系当年发行5.00亿元民生银行私募债、10.00亿元“17金禹水投MTN001”以及10.00亿元“17金禹水投MTN002”；公司长期应付款94.50亿元，同比增长6.78%，主要为信托融资款和融资租赁款，均为有息债务。

2018年3月底，公司负债总额177.24亿元，较上年底相对保持稳定。

2017年底，公司全部债务79.67亿元，同比增长59.22%，其中短期债务14.90亿元，长期债务64.77亿元。同期，公司资产负债率、全部债

务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.78%、37.16%和32.47%。考虑到将长期应付款中有息债务计入全部债务核算，2017年底，公司调整后全部债务174.17亿元，调整后全部债务资本化比率56.38%。公司债务负担仍较重。

2018年3月底，公司全部债务77.94亿元；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底变化不大，分别为56.83%、36.66%和32.29%。考虑到将长期应付款中有息债务计入全部债务核算，2018年3月底，公司调整后全部债务167.99亿元，调整后全部债务资本化比率为55.51%。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，受水利及市政工程投资的行业特点限制，净资产收益率偏低，公司自身盈利能力弱。

2017年，公司实现营业收入12.52亿元，同比增长19.18%，主要系工程建设项目业务收入增长所致；公司营业成本10.78亿元。2017年，公司营业利润率13.55%，同比下降8.44个百分点；公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.75%和1.20%，同比分别下降0.56个百分点和0.77个百分点，公司自身盈利能力弱。

2017年，公司期间费用-120.91万元，主要系财务费用中利息收入大幅增长；公司期间费用率为-0.10%。考虑到公司将利息资本化，公司期间费用控制能力一般。

2018年1~3月，公司营业收入0.89亿元，主要系大部分的收入确认将在年底完成；营业成本为0.95亿元。公司营业利润率为-6.77%。

4．现金流分析

跟踪期内，公司收到常德市财政局的相应回款仍较少，收现质量很差。同时，公司存量债务规模较大，债务偿还对外部融资需求依赖较高。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与其他企业的借款及往来款等。2017年，公司销售商品提供劳务收到现金4.00亿元；收到其他与经营活动有关的现金3.04亿元，主要为往来款2.99亿元以及利息收入；公司经营活动现金流出6.44亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金6.30亿元；公司经营活动现金流量净额0.59亿元。2017年，公司现金收入比31.96%，较上年有所好转但收现质量仍很差。

2017年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额为1.50亿元，主要为收回对经建投公司的借款。

2017年，公司筹资活动现金流量净额64.14亿元，其中取得借款收到的现金38.73亿元（包含发行债券资金以及信托融资款）；收到其他与筹资活动有关的现金25.42亿元，主要为收回以前年度暂借经建投公司等往来款以及新增融资租赁款等。筹资活动产生的现金流出为64.98亿元，其中偿还债务支付的现金为14.25亿元；支付其他与筹资活动有关的现金为49.60亿元，主要为偿还融资租赁借款本息、融资支付的相关费用与保证金、信托以及银行借款利息以及与经建投公司等往来款。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-1.25亿元；公司投资活动现金流量净额为-0.18万元；公司筹资活动现金流量净额为-42.53亿元，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金以及与经建投公司往来款，筹资活动现金流出主要为偿还银行、信托以及融资租赁款支付的现金。

5．偿债能力

公司短期债务偿债压力较小；公司实际有息债务规模快速增长，长期偿债能力弱；公司对外担保规模大；考虑到公司获得较多的外部支持，公司整体偿债能力尚可。

从短期偿债能力指标看，2017年底，公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为1311.02%和1122.99%；2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别为1015.86%和

863.98%。2017 年，公司经营现金流动负债比为 3.36%，同比下降 4.93 个百分点。若假设“15 金禹 01”（期限为 3+2 年）及“15 金禹 02”（期限为 3+2 年）合计 15.00 亿元于 2018 年到期，2018 年 3 月底调整后的短期债务 28.71 亿元，现金类资产对其的保障倍数为 1.63 倍，公司短期偿债压力较小。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 4.67 亿元，同比增长 5.83%，公司全部债务/EBITDA 为 17.04 倍。公司调整后全部债务/EBITDA 为 37.26 倍。公司长期偿债能力弱。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 99.03 亿元，担保比率为 73.54%。被担保企业主要为经建投公司（占 88.57%），被担保企业均为国有企业，目前经营正常。公司对外担保规模大且对单一企业担保金额较大，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信额度共计 38.50 亿元，其中已使用 36.00 亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额41.00亿元，一年内到期的应付债券16.00亿元，公司存续债券短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度较高。

截至2018年3月底，公司一年内到期兑付债券16.00亿元（假设“15金禹01”及“15金禹02”于2018年到期），2022年将达到存续债券待偿本金峰值25.00亿元。2018年3月底，公司现金类资产46.78亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为7.04亿元、0.59亿元和4.67亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司短期债券支付压力较小，未来偿债压力集中度较高。

表8　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

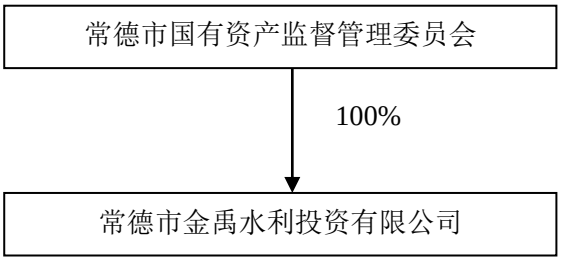
项 目	2018 年 3 月
一年内到期债券余额	16.00
未来待偿债券本金峰值	25.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.92
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.28
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.02
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.19

资料来源：联合资信整理

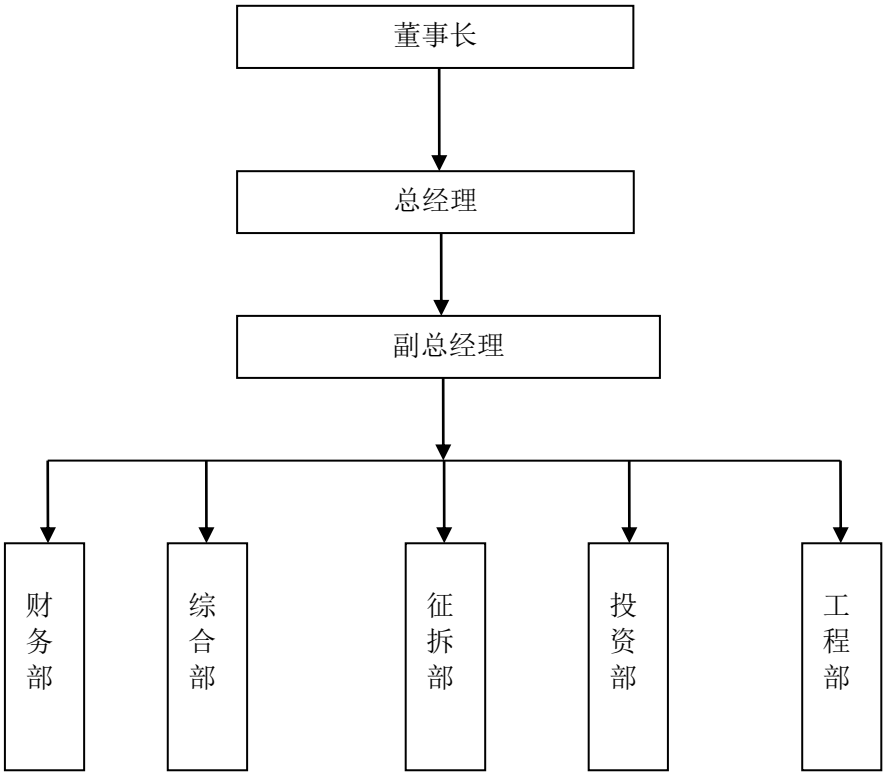
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“17 金禹水投 MTN001”和“17 金禹水投 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	53.23	90.81	90.57	46.78
资产总额(亿元)	204.02	244.32	311.70	311.90
所有者权益(亿元)	96.19	98.12	134.73	134.66
短期债务	0.00	5.33	14.90	13.71
长期债务(亿元)	47.62	44.71	64.77	64.23
全部债务(亿元)	47.62	50.04	79.67	77.94
调整后全部债务(亿元)	106.25	138.54	174.17	167.99
营业收入(亿元)	11.66	10.50	12.52	0.89
利润总额(亿元)	2.51	2.29	1.71	-0.07
EBITDA(亿元)	4.77	4.42	4.67	--
经营性净现金流(亿元)	8.23	1.08	0.59	-1.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.54	0.35	0.31	--
存货周转次数(次)	0.28	0.25	0.32	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	51.46	0.00	31.96	0.00
应收类款项/资产总额(%)	33.33	29.58	34.72	48.59
营业利润率(%)	21.61	21.99	13.55	-6.77
总资本收益率(%)	2.05	1.31	0.75	--
净资产收益率(%)	2.24	1.97	1.20	--
长期债务资本化比率(%)	33.11	31.30	32.47	32.29
全部债务资本化比率(%)	33.11	33.77	37.16	36.66
调整后全部债务资本化比率(%)	52.49	58.54	56.38	55.51
资产负债率(%)	52.85	59.84	56.78	56.83
流动比率(%)	9760.94	1515.10	1311.02	1015.86
速动比率(%)	7689.23	1256.30	1122.99	863.98
经营现金流动负债比(%)	520.65	8.29	3.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.99	11.33	17.04	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	22.29	31.36	37.26	--

注：1.2018 年 1 季度财务数据未经审计；2.调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力 1111 较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。